العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية

الدكتور/ يسري حسين خليفة
أستاذ مساعد
قسم إدارة الأعمال
كلية التجارة– جامعة القاهرة

مقدمـــة:

تعتبر الأدوات المالية بمثابة المنتجات التي يتم التعامل بشأنها فـــي ســـوق الأوراق المالية، وطبقاً للمفهوم الشامل للمنتج Generic فإن الأداة المالية لا ينظر إليها باعتبارها ورقة مالية ذات خصائص أو ملامح مادية وإنما هي في حقيقتها عبارة عن مجموعة من المنافع أو الإشباعات التي يتوقع أن يحصل عليها المستثمر من وراء اقتنائه لهذه الورقة المالية. وبناءً على ذلك يمكن القول أن من يقوم بشراء ورقة مالية إنما يقوم في الواقـــع بشراء إشباع لحاجة معينة عنده، أو بشراء عدة منافع مثل منفعة الحصول على تـــدفقات نقدية منتظمة خلال فترة معينة، أو منفعة تحقيق أرباح رأسمالية، أو تقليل المخاطر التـــي قد يتعرض لها المستثمر من وراء التعامل في أدوات مالية أخرى.

ويتم تصميم وتقديم المنتجات المالية Financial Products على ضوء العديد من المتغيرات البيئية والتي تتسم بالتغير وعدم الاستقرار، ويأتي في مقدمة هـــذه المتغيـــرات البيئية سلوك المستثمر وما يتعلق باتجاهاته والتطور في رغباته واحتياجاته وتفضـــيلاته الأمر الذي أدى إلى وجود تطور هائل وسريع في الأدوات المالية وأساليب التعامـــل لكـــي تساير التطور في رغبات المستثمرين.

ومن واقع وجود حاجات غير مشبعة وغير تقليدية ظهرت أهمية وجود المشـــتقات المالية باعتبارها أدوات مالية جديدة تساهم في إشباع هذه الحاجات لدى المستثمر، ولقـــد شهدت العقود القريبة الماضية تطوراً هائلاً في اســـتخدام المشـــتقات الماليـــة وتعـــددت الدراسات في الأسواق الأجنبية والتي تناولت دوافع استخدام المشتقات المالية بالإضـــافة إلى الأهداف الأساسية من وراء هذا الاستخدام. ومن هنا جاءت فكرة هذه الدراسة لكـــي

تتناول العوامل المؤثرة على قرار استخدام المشتقات المالية. وقد تـم تنظـيم محتويـات الدراسة بحيث تبدأ بالإطار النظري والدراسات السابقة والتي بناءً عليها تم صياغة مشكلة الدراسة وتحديد الأهداف وأهمية وفروض الدراسة، ثم بيان منهجية الدراسـة وعـرض ومناقشة نتائجها، وأخيراً الخلاصة والتوصيات.

الإطار النظري والدراسات السابقة:

لقد ساهمت عمليات الهندسة المالية Financial Engineering وما تضمنته من ابتكار مالي Financial Innovation في تقديم العديد مـن الأدوات الماليـة المبتكـرة ومنها المشتقات المالية. وتشير الهندسة المالية إلى عمليات تصـميم، تطـوير، وتقـديم أدوات مالية جديدة وأساليب تعامل مستحدثة، بالإضافة إلى صياغة حلول مبتكرة لمواجهة المشاكل في مجال التمويل [١٠]. ومن التعريف السابق يمكن القول أن الهندسة الماليـة تتضمن ثلاثة مجالات رئيسة هي:

١ – تقديم أدوات مالية مبتكرة، ويشمل ذلك تلك الأدوات المالية التي يتم تطويرها بالدرجة الأولى للوفاء باحتياجات المستثمرين من ناحية، أو مقابلة الاحتياجات المالية للشركات الكبيرة من ناحية أخرى. ومن أمثلة هذه الأدوات المشتقات المالية بأنواعها المختلفـة Derivatives .

٢ –تطوير أساليب مالية مستحدثة، وتساهم هذه الأساليب الجديـدة فـي تقليـل تكـاليف المعاملات المالية بشكل فعال، وقد يأتي هذا التطوير إما نتيجة لتغييرات تشـريعية أو تنظيمية ومثال ذلك إجراء التسجيل علـى الـرف Shelf Registration أو نتيجـة لتطورات تكنولوجيـة ومثـال ذلـك التعامـل الالكترونـي Electronic Security Trading.

٣ – تقديم حلول مبتكرة لمواجهة مشاكل تمويلية، وتشمل هذه الحلول تقديم اسـتراتيجيات مبتكرة لإدارة هيكل الأصول وهيكل التمويل بالشركة، ومثال ذلـك الصـور المختلفـة لعمليات التأجير التمويلي Financial Leasing .

وقد حاولت العديد من الدراسات [٥، ٩، ١٠، ٢٧، ٣١] التعرف على العوامل الدافعة لظهور عمليات الابتكار المالي، ويرى Miller (1986) أن العوامل التنظيمية والضريبية تمثل القوى الدافعة الرئيسة وراء عمليات تقديم أدوات مالية جديدة خلال العقود الماضية [١٩]. من ناحية أخرى يرى Sliber (1983) أن العوامل الاقتصادية تقف وراء عمليات الابتكار المالي، بمعنى أنه إذا كانت الشركات تسعى إلى تعظيم المنفعة من استخدام مصدر تمويلي معين فإن ذلك يتطلب وجود أدوات مالية مبتكرة تسهم في تقليل تكلفة التمويل باستخدام هذا المصدر، وعلى سبيل المثال فإن اتجاه معدلات الفائدة نحو الانخفاض يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل باستخدام أسهم ممتازة ذات معدل توزيع ثابت، الأمر الذي يدفع نحو ضرورة وجود نشاط ابتكاري يساهم في تقديم أشكال مختلفة من الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة Adjustable Rate Perred Stock (ARPS) [٢٧] ويرى Van Horne (1985) أن الأداة المالية أو أسلوب التعامل لا يعد شيئاً مبتكراً ما لم يترتب على تقديمه الوصول بالأسواق المالية إلى درجة عالية من الكفاءة، ويتحقق ذلك من خلال تقديم أشكال مبتكرة تساهم في تقليل تكاليف المعاملات، وتحقيق مزايا لا يمكن تحقيقها من خلال أي توليفة أوراق مالية متاحة حالياً [٣١]. وبذلك تعتبر وجهة نظر Van Horne بشأن العوامل الدافعة لعمليات الابتكار المالي أكثر اتساعاً مقارنة بوجهتي نظر كل من Silber, Miller.

ومن واقع الدراسات السابقة [٥، ٩، ١٠، ٢٧، ٣١] والتي تناولت عمليات الابتكار المالي فإنه يمكن تصنيف العوامل المسئولة عن الابتكار المالي في مجموعة العوامل الآتية:

١- تقليل أو نقل المخاطر من طرف لآخر في السوق.

٢- تقليل تكاليف المعاملات.

٣- تقليل تكاليف الوكالة.

٤- زيادة سيولة الأصول.

٥- العوامل التنظيمية والتشريعية.

٦- عدم التماثل الضريبي Tax Asymmetries لصالح المصدر Issuer أو المستثمر.

٧- مستوى معدلات الفائدة وتذبذبها.

٨- مستوى أسعار الأدوات المالية وتذبذبها.

٩- مجهودات أكاديمية ساهمت في تقديم أدوات مالية جديدة.

١٠- مجهودات من الواقع العملي.

١١- التطورات التكنولوجية وعوامل أخرى.

وأياً كانت العوامل الدافعة وراء عمليات الابتكار المالي في مجال الأدوات المالية فإن أي أداة مالية جديدة لا يمكن أن تعد مبتكرة ما لم تشبع رغبات المستثمر أو تحقق أهداف المصدر لهذه الأداة المالية Issuer أو الاثنين معاً، بمعنى أن تساعد المستثمر على أن يحقق عائداً أعلى بعد الضرائب ودون أن يكون هناك تأثيراً عكسياً على تكلفة الأموال بعد الضرائب التي يتحملها المصدر Issuer ، أو تساعد المصدر في أن يتحمل تكلفة أموال أقل بعد الضرائب دون أن يكون هناك تأثيراً عكسياً على العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر [١٠].

ومما سبق يمكن القول أن عمليات الابتكار المالي ما هي إلا نتيجة لوجود حاجة أو حاجات غير مشبعة، وأن الأداة المالية الجديدة لا تعد مبتكرة ما لم تشبع حاجة لدى المستثمر أو المصدر لهذه الأداة أو الاثنين معاً. وإذا ما نظرنا إلى الحاجات من وجهة نظر المستثمر نجد أنها متعددة ومتجددة، وأن جزءاً كبيراً من هذه الحاجات لا يمكن إشباعها من خلال الأدوات المالية التقليدية والتي يتم تداولها في أسواق رأس المال الفورية، وتتمثل أهم هذه الحاجات في الحاجة إلى نقل أو تخفيض المخاطر أو ما يعرف بالحاجة إلى التغطية، وتأتي المشتقات المالية في مقدمة الأدوات المالية التي يمكن أن تفيد في إشباع هذه الحاجة.

تشير المشتقات المالية إلى تلك العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول موضوع العقد والتي قد تكون أوراق مالية أو سلع أو عملات أجنبية، ويأتي في مقدمة هذه العقود عقود الاختيار Options، العقود المستقبلية Futures ، العقود الآجلة Forward، والمبادلات Swaps. ويشير Fok et al.(1997) إلى أن دافع التغطية Hedging يعد من الدوافع الرئيسة من وراء استخدام المشتقات المالية حيث

تسعى المنشأة إلى تقليل المخاطر– من خلال نقلها إلى طرف آخر– ومن ثم تقليل تذبذب ربحية المنشأة، ويمكن أن تتحقق هذه التغطية من خلال أدوات من خارج الميزانية off-balance Sheet Instruments وتأتي المشتقات المالية في مقدمة هذه الأدوات [١١].

وتؤكد العديد من الدراسات التطبيقية [١١، ٢٢] على أن نشاط التغطية يمكن أن يزيد من قيمة المنشأة وذلك من خلال تخفيض تكاليف التمويل والذي يتحقق عن طريق تقليل الضرائب المتوقعة، تقليل التكاليف المرتبطة بالعسر المالي، وتقليل تكلفة الوكالة المرتبطة بالتمويل الخارجي.

بالنسبة إلى فرضية الضرائب تشير نتائج الدراسات التطبيقية [٢٢] إلى أن المنشأة يمكن أن تحقق وفر ضريبي من جراء نشاط التغطية حيث تستطيع أن تخفض من التزاماتها الضريبية النقدية في الحالات الآتية:

١– خضوع المنشأة لدوال ضريبية محدبة أي جدول ضريبي تصاعدي.

٢– وجود خسائر ضريبية مرحلة للمستقبل Tax Loss Carry forward

٣– وجود خصم ضريبي كبير بشأن فرص الاستثمار.

وقد أشار Mayers & Smith (1982) إلى أن التغطية تقلل من التزام الضرائب المتوقعة وذلك من خلال تقليل التذبذب في الدخل قبل الضريبة [١٨]، وأنه كلما كان من المتوقع زيادة الدخل قبل الضريبة للمنشأة والذي يقع في المنطقة المحدبة من الدالة الضريبية كان هناك احتمالاً كبيراً أن تقوم المنشأة بالتغطية من أجل تخفيض التزاماتها الضريبية.

وفي هذا الصدد يشير الجزيري (٢٠٠١) إلى أن المنشآت التي يوجد لديها دالة ضريبية محدبة تزيد فيها الاحتمالات الخاصة بالاستفادة من أدوات الهندسة المالية– ومنها المشتقات– في إدارة الخطر وتخفيض الضرائب، وأن ذلك يظهر بوضوح في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تخضع المنشآت لمعدلات ضريبية تصاعدية [١]. وقد أشارت دراسات أخرى [١، ٣] إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين قدرة المنشأة على ترحيل الخسائر الضريبية للمستقبل واستخدام المشتقات في التغطية، وأنه بناءً على ذلك من

المتوقع أن يكون استخدام المشتقات بشكل أكبر في المنشآت ذات خسائر الضريبية مقارنة بالمنشآت التي ليس بها خسائر ضريبية.

بالنسبة إلى فرضية تقليل التكاليف المرتبطة بالعسر المالي يشير Fok et al. (1997) إلى أن نشاط التغطية يقلل من احتمال تعرض المنشأة للعسر المالي والتكاليف المرتبطة به [١١]. وقد أكد Berkman et al. (2002) على أن نشاط التغطية يمكن أن يقلل من التباين في قيمة المنشأة وبالتالي احتمال أن تواجه المنشأة العسر المالي، ونظراً لأن العسر المالي يترتب عليه تكاليف لا يمكن تغييرها فإن تقليل التذبذب في قيمة المنشأة يمكن أن يضيف قيمة للمنشأة [٣].

وقد استخدمت الدراسات التطبيقية مجموعة من المتغيرات للتعبير عن احتمال تعرض المنشأة للعسر المالي في حالة التغطية، وقد تمثلت هذه المتغيرات في نسبة تغطية الفوائد، نسبة الديون، وحجم المنشأة [٣، ١١]. وقد أشارت نتائج هذه الدراسات إلى أن احتمال استخدام المشتقات المالية في عملية التغطية يزداد مع انخفاض نسبة تغطية الفوائد، ارتفاع نسبة الديون، وكبر حجم المنشأة.

يشير Nance et al. (1993) إلى أن المنافع من التغطية تكون أكبر في حالة وجود نسبة كبيرة من الأعباء الثابتة المرتبطة بهيكل رأس المال الأمر الذي ينعكس على نسبة تغطية الفوائد بالانخفاض وبالتالي زيادة احتمالات العسر العمالي الأمر الذي يدفع المنشأة إلى استخدام المشتقات في عملية التغطية لتفادي العسر المالي وما يترتب عليه من تكاليف [٢٢].

وقد أكد Nance et al. (1993) على أن المنافع من التغطية تكون أكبر في حالة المنشآت ذات الرافعة المالية الكبيرة أي ذات ديون أكثر في الهيكل المالي [٢٢]. وقد فسر ذلك Froot et al. (1993) من خلال نموذج يفترض أن تكلفة الحصول على الأموال الداخلية أقل من تكلفة الأموال الخارجية، ونتيجة لذلك فإن الغرض من إدارة المخاطر هو التأكد من أن النقدية المتولدة داخلياً تكون كافية ومتاحة لتمويل البرامج الاستثمارية المعززة للقيمة عند تكلفة أقل نسبياً، ونظراً لأن المنشآت ذات الرافعة العالية تجد صعوبة

في زيادة التمويل الخارجي فإنه من المتوقع لها أن تكون أكثر استخداماً لنشاط التغطية [١٢].

وقد أضاف الجزيري (٢٠٠١) أنه في حالة زيادة احتمال تعرض المنشأة للعسر المالي فإن التكاليف المتوقعة لهذا العسر تعتبر مرتفعة، وبافتراض ثبات العوامل الأخرى فإن دائني المنشأة يصبح لديهم حافزاً لدعم المنشأة على القيام بعملية التغطية، ومن ثم يكون هناك احتمال أكبر لاستخدام المشتقات المالية في عملية التغطية [١].

وفي دراسة تناولت العلاقة بين استخدام المشتقات والخصائص المالية للشركات الصناعية وشركات التعدين في استراليا توصل Berkman et al. (2002) إلى أن الرافعة المالية وحجم المنشأة يمثلان المتغيرات التفسيرية الأساسية لاستخدام المشتقات المالية [٣].

وقد استخدم Fok et al. (1997) نسبة الرافعة المالية وحجم المنشأة باعتبارهما مؤشراً لحالة العسر المالي، وقد أشار إلى أنه كلما زادت نسبة الرافعة المالية كان هناك احتمال أكبر للعسر المالي وبالتالي احتمال أكبر أن تقوم المنشأة بعمليات التغطية لتقليل التذبذب في الدخل التشغيلي [١١]. من ناحية أخرى فقد وجد Block & Gallagher (1986) علاقة موجبة ولكن غير معنوية إحصائياً بين نسبة الديون ونشاط التغطية [٦].

وفي دراسة تناولت مقارنة بين مؤسسات الإيداع والإقراض الأمريكية المستخدمة وغير المستخدمة للمشتقات أشار Hogan & Rossi (1997) إلى أن استخدام المشتقات يتطلب مستوى معين من الخبرة الفنية، وأن المنشآت كبيرة الحجم يتوافر لديها قدر معين من هذه الخبرة بالإضافة إلى الكفاءة التشغيلية واستخدام التكنولوجيا الحديثة الأمر الذي يجعلها مؤهلة أكثر من غيرها لاستخدام المشتقات، وبناءً على ذلك فإن اقتصاديات المعلومات والحجم قد تمنع المنشآت الأصغر أو الأقل كفاءة من استخدام المشتقات. وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن حجم المنشأة يرتبط بشكل مباشر باستخدام المشتقات، وهذا يدعم الفرضية التي ترى أن اقتصاديات المعلومات والحجم قد تمنع من دخول أسواق المشتقات من جانب بعض مؤسسات الإيداع والإقراض صغيرة الحجم [١٥]. وقد أكدت

ذلك أيضاً نتائج دراسة Fok et al. (1997) حيث أشارت نتائجها إلى أن المنشآت الأكبر لديها ميل قوي نحو التغطية ويدعم ذلك اقتصاديات الحجم [١١].

ومن هذا المنطلق يشير الجزيري (٢٠٠١) إلى أن العلاقة بين حجم المنشأة ونشاط التغطية يتفق مع نظرية التمويل والتي ترى أن المنشآت الكبيرة يتوافر لديها قدرة أكبر على تنفيذ برامج التغطية وتحمل تكلفتها، وان أغلب الدراسات تشير إلى وجود ارتباط معنوي موجب بين حجم المنشأة والتغطية، وأن هناك صلة بين اقتصاديات الحجم وتكلفة التغطية [١].

ومن ناحية أخرى فقد أشار Mayers & Smith (1982) إلى نتائج مغايرة وذلك عند دراسة شركات التأمين وإعادة التأمين حيث تبين أن الشركات الصغيرة هي الأكثر استخداماً لنشاط التغطية [١٨]، وقد توصلت دراسة Haushalter (2000) إلى نتائج مشابهة في هذا الصدد في مجال شركات المشتقات البترولية حيث تبين أن الشركات الصغيرة هي التي غالباً ما تقوم بنشاط التغطية، وقد برر ذلك بسبب كبر حجم الفوائد المترتبة على التغطية بالنسبة للشركات الصغيرة، بالإضافة إلى ارتفاع قدرة الشركات الكبيرة بشأن الحصول على التمويل الخارجي مع وجود قدرة أكبر على تحمل الخسائر في حالة عدم التغطية وذلك مقارنة بالشركات الصغيرة [١٤].

أما بالنسبة إلى فرضية تقليل تكلفة الوكالة المرتبطة بالتمويل الخارجي فقد أشار Smith & Stulz (1985) إلى أن وجود تعارض في المصالح بين حملة السندات وحملة الأسهم يؤدي إلى ظهور تكلفة الوكالة للديون، وأن التغطية يمكن أن تقلل من هذه التكاليف إذ أن التغطية تقلل من احتمال العسر المالي كما أنها تساعد المنشأة على الاقتراض عند تكلفة أقل [٢٨].

ويضيف Smith & Stulz (1985) أنه ليس من صالح حملة الأسهم أن تتم عملية التغطية بعد بيع السندات عند سعر أعلى خاصة بالنسبة للمنشآت ذات فرص النمو الكبيرة والتي تجد صعوبة في عرض تكلفة اقتراض أقل وذلك خشية أن تحول الثروة من حملة الأسهم إلى حملة السندات. وإذا كانت التغطية تضيف قيمة للمنشأة فقد يظن البعض أن المنشأة قد تستطيع خداع حملة السندات بشأن التغطية وذلك من أجل الاقتراض عند تكلفة

أقل، إلا أن هناك عاملين يدفعان المنشأة نحو القيام بعملية التغطية، العامل الأول هو أن الخداع سوف يؤدي إلى تدمير سمعة المنشأة في سوق رأس المال مما يضعف من قدرتها على الاقتراض عند تكاليف منخفضة في المستقبل، والعامل الثاني هو أن التغطية تقلل من الشروط المقيدة والتي تصاحب عملية إصدار السندات [٢٨]، وقد أكدت نتائج دراسة Fok et al. (1997) على أن التغطية تزيد من قيمة المنشأة من خلال تقليل احتمال العسر المالي وتقليل تكلفة الوكالة للديون [١١]. وإذا كانت التغطية تقلل تكاليف الوكالة للديون فإنه من المتوقع أن يكون لد المنشآت ذات فرص النمو الكبيرة دافعاً قوياً نحو التغطية والسبب في ذلك هو أن هذه النوعية من المنشآت تحتاج إلى تمويل خارجي بشكل مستمر وتستفيد أكثر من السمعة الناتجة عن التغطية، يضاف إلى ما سبق أن التغطية يمكن أن تقلل من احتمال أن تتحول شروط السندات المقيدة إلى شروط ملزمة وبالتالي تحد من قدرة المنشأة ومن ثم حملة الأسهم على الاستفادة من مزايا فرص النمو[١١]. وقد أشار(1993). Froot et al إلى أن المنشآت ذات فرص النمو المتوقعة العالية ربما تجد صعوبات أكبر لزيادة التمويل الخارجي، الأمر الذي يدفعها إلى القيام بعمليات التغطية من خلال المشتقات وذلك بشكل أكبر من غيرها من المنشآت الأخرى [١٢].

وقد استخدمت الدراسات التطبيقية [١١، ٢٢] متغيرين باعتبارهما تقريب لقياس فرص الاستثمار المتوقعة للمنشأة وهما الإنفاق على البحوث والتطوير، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وقد أشار Nance et al. (1993) إلى أن المنشآت التي تستخدم أدوات التغطية هي منشآت ذات إنفاق كبير وبشكل معنوي على البحوث والتطوير [٢٢]، كما أضاف Lewent & Keorney (1990) أن نفقات البحوث والتطوير تمثل نسبة جوهرية من إجمالي نفقات شركات الدواء والتي تقوم بنشاط كبير للتغطية من خلال المشتقات، وأن هذه النفقات تؤسس قاعدة للنمو المستقبلي حيث يتطلب النجاح والاستمرار في صناعة الدواء وجود التزام مستمر وطويل الأجل بشأن الإنفاق على البحوث والتطوير [١٦].

أما فيما يتعلق بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وعلاقتها بنشاط التغطية فقد أشار الجزيري (٢٠٠١) إلى أن الدراسات التطبيقية قد أوردت نتائج متعارضة فمن

ناحية وجد Samant (1996) علاقة موجبة معنوية إحصائياً بين هذه النسبة وقرار التغطية، ومن ناحية أخرى أوضح Main (1994) وجود علاقة سالبة معنوية إحصائياً بين هذه النسبة وقرار التغطية. من ناحية أخرى فقد أوضح Geczy (1996) وجود علاقة موجبة بين هذه النسبة وقرار التغطية وذلك عندما تكون هذه النسبة مرتبطة بنسبة المديونية، ويمكن تفسير ذلك بأن المنشآت التي يوجد لديها فرص أكثر للنمو وقيود أكثر على عمليات التمويل تكون أكثر احتمالاً لاستخدام المشتقات [١].

وإلى جانب المتغيرات المتعلقة بعوامل الوضع الضريبي والعسر المالي وتكاليف الوكالة ودورها في قرار التغطية باستخدام المشتقات تناولت الدراسات التطبيقية مجموعة أخرى من العوامل والتي لها دور مؤثر في هذا القرار، وقد تمثلت أهم هذه العوامل في مدى وجود بدائل أخرى للتغطية، دوافع الإدارة، سياسات الإدارة، هيكل الملكية، وظروف السوق.

يشير Fok et al. (1997) إلى أن الغرض الأساسي من أنشطة التغطية هو تقليل مخاطر الاستثمار، وأن هذا الغرض يمكن أن يتحقق من خلال أدوات خارج الميزانية Off-balance Sheet أو ما يطلق عليه أسلوب التغطية المالية Financial Hedging Technique وتأتي في مقدمتها المشتقات، أو من خلال أنشطة داخل الميزانية On-balance Sheet Activities وهو ما يطلق عليه البعض أسلوب التغطية الطبيعية Natural Hedging Technique وذلك مثل إصدار السندات القابلة للتحويل والأسهم الممتازة، وأن المنشأة تحاول أن تختار طريقة التغطية التي تعظم في النهاية من قيمتها [١١].

ويرى Nance et al (1993) أن هناك بدائل متعددة للتغطية بخلاف الأدوات خارج الميزانية إذ يمكن للمنشأة من خلال إعادة هيكلة الأصول والخصوم أن تدير المخاطر المالية وتقلل من التعارض بين مصالح الملاك وحملة السندات، وعلى سبيل المثال فإنه يمكن للمنشأة أن تعيد النظر في مكونات الهيكل المالي بحيث تقلل من نسبة الديون إلى الملكية إلا أن هذا البديل يصبح وسيلة غير جذابة خاصة وأنه يقلل من الوفر الضريبي الذي يمكن أن تحققه المنشأة [٢٢].

ويضيف Nance et al. (1993) أن المنشأة يمكنها أن تسيطر على مشاكل الوكالة باستخدام الديون القابلة للتحويل أو الأسهم الممتازة بدلاً من الديون العادية خاصة وأن الديون القابلة للتحويل تساعد على حل التعارض في المصالح بين الملاك وحملة السندات وبالتالي تقلل من الدافع نحو استخدام المشتقات في عملية التغطية، كما أكد على أن هناك علاقة سالبة بين استخدام الديون القابلة للتحويل والأسهم الممتازة وبين عملية التغطية بالمشتقات[٢٢].

وقد أشار Fok et al. (1997) إلى أن أنشطة التغطية داخل الميزانية هي تلك الأنشطة التي تظهر بالميزانية وتقوم بها المنشأة لتقليل المخاطر، وأن أنشطة التغطية داخل الميزانية هي نوعين هما مالي وإنتاجي، ومن أمثلة أنشطة التغطية المالية داخل الميزانية هي السندات القابلة للتحويل والأوراق المالية المختلفة مثل الأسهم الممتازة، أما أنشطة التغطية الإنتاجية فإنها تشمل قرار تحديد موقع التسهيلات الإنتاجية في الأسواق الخارجية الرئيسة لتقليل مخاطر سعر الصرف الأجنبي واختيار الأسلوب التقني المناسب. وقد أكد Fok et al. (1997) على وجود نوع من التكامل بين أنشطة التغطية داخل وخارج الميزانية [١١].

وقد تناولت الدراسات التطبيقية مجموعة من المتغيرات المتعلقة بدوافع الإدارة والتي تمثلت في الملكية الإدارية، اتجاه الإدارة نحو المخاطر، وعدم تماثل المعلومات. ويرى Fok et al. (1997) أنه إذا كانت التغطية تضيف قيمة إلى حامل السهم من خلال تقليل الالتزام الضريبي، تقليل تكاليف العسر المالي، وتقليل تكاليف الوكالة للديون فإنها أيضاً في صالح المدير، والسبب في ذلك أن النسبة الأكبر من محفظة المدير الشخصية مستثمرة في الشركة في صورة الدخل من الأجور، وبالتالي فإن المدير الذي يمتلك أسهم في الشركة يكون لديه دافعاً قوياً نحو التغطية نظراً لأن كلاً من المدير والملاك يحققون دخلاً من المنشأة، يضاف إلى ذلك أن النسبة الأكبر من محافظ المديرين الشخصية تعتمد على أداء المنشأة وبالتالي يزداد الدافع نحو التغطية من أجل تقليل مخاطر المحفظة، وبالتالي يمكن القول أن المنشأة ذات النسبة الأكبر من الملكية من جانب الإدارة يكون لديها دافع أكبر نحو التغطية [١١].

ويؤكد الجزيري (٢٠٠١) على أنه من خلال دراسة Smith & Stulz (1985) يتضح أن المدير يتصف عادة بأنه ناقل للخطر من ملاك المنشأة وبالتالي فإن دالة منفعة الثروة الخاصة به تتأثر بدرجة كبيرة بتذبذب الأرباح المتوقعة للمنشأة، وبناءً على ذلك يقوم المدير بعمليات التغطية بالنسبة للمنشأة خاصة عندما تكون تكلفة التغطية من جانب المنشأة أقل من تكلفة قيام المدير ذاته بعملية التغطية المتعلقة بملكيته لجزء من أسهم المنشأة، ولا شك أن ذلك يعد دافعاً للمدير من أجل القيام بعملية التغطية، وبناءً على ذلك يمكن القول أن هناك علاقة موجبة بين نسبة ملكية المديرين في المنشأة وقرار التغطية [١].

وقد أضاف Berkman et al. (2002) أنه كلما زادت الأسهم المملوكة من جانب المديرين دل ذلك على تنويع أقل وبالتالي احتمال أكبر بشأن الحاجة إلى التغطية [٣]. وعلى الرغم من وجود دراسات مؤيدة للعلاقة بين ملكية المديرين في المنشأة وقرار التغطية إلا أن هناك دراسات أخرى لم تؤيد وجود هذه العلاقة مثل دراسة Geczy et al. (1997) [٣].

وبالنسبة إلى اتجاه الإدارة نحو المخاطر يشير Stulz (1984) إلى أن التغطية من جانب المنشأة تأتي باعتبارها نتيجة لسلوك تجنب المخاطر من جانب المديرين، وحيث أن قدرة حملة الأسهم على التنويع تعتبر سواء بشأن التغطية فإن ذلك لا ينطبق على المديرين والذين قد يمتلكون قدراً كبيراً نسبياً من أسهم المنشأة، وبالتالي يمكن القول أن المديرين يمكن أن يتصرفوا بشكل أفضل إلى حد كبير – ودون أن يتحمل الملاك أية تكاليف – وذلك عند القيام بالتغطية [٢٩].

ويضيف De Marzo & Duffie (1992) دافعاً آخر للقيام بالتغطية من جانب الإدارة والذي يتمثل في عدم تماثل المعلومات بشأن كفاءة الإدارة إذ تسعى الإدارة من خلال عملية التغطية إلى إثبات كفاءتها في سوق العمل، ونظراً لأن قدرة وقيمة الإدارة تتحدد بناءً على أداء المنشأة فإن الإدارة تسعى من خلال القيام بعملية التغطية إلى إثبات كفاءتها وبالتالي رفع قيمتها في سوق العمل [٧].

أما عن سياسات الإدارة ودورها في قرار التغطية يشير الجزيري (٢٠٠١) إلى أن الدراسات التطبيقية تؤيد وجود علاقة سالبة بين كل من ارتفاع نسبة السيولة وانخفاض نسبة التوزيعات النقدية من ناحية وقرار التغطية من ناحية أخرى [١]، ويدل ذلك على أنه في حالة وجود نسبة سيولة عالية بالمنشأة مع انخفاض في نسبة التوزيعات النقدية تقل درجة المخاطر التي تواجه المنشأة إلى حد ما وبالتالي تقل الحاجة إلى التغطية. وقد أكدت ذلك نتائج دراسة Berkman et al. (2002) حيث أشارت نتائجها إلى أن سياسة توزيعات الأرباح التي تطبقها المنشأة تؤثر على قرار التغطية، وأن نسبة التوزيعات العالية تزيد من احتمال قيام المنشأة بعملية التغطية لكي تؤكد قدرتها على مقابلة التوزيعات المتوقعة [٣].

وقد أشار Fok et al. (1997) إلى وجود علاقة بين سياسة التنويع التي تطبقها المنشأة وقرار التغطية، وأن التنويع غير المرتبط يكون مصحوباً بمخاطر أقل من التنويع المرتبط، وبالتالي يمكن القول أن المنشأة ذات التنويع الجيد عبر خطوط الأعمال يكون لديها تذبذب أقل بشأن دخل التشغيل ومن ثم تقل الحاجة لديها إلى منافع التغطية، وبالتالي يمكن القول أن نشاط التغطية للمنشأة يرتبط عكسياً بمستوى التنويع. وقد أضاف Fok et al. (1997) وجود تأثير لسياسة الاستثمار الخارجي على قرار التغطية حيث أن المنشأة متعددة الجنسيات وكذلك التي لديها استثمارات خارجية غالباً ما تتعرض لمخاطر أسعار الصرف وبالتالي من المتوقع لها أن تستفيد من منافع التغطية خارج الميزانية [١١].

بالنسبة إلى هيكل الملكية يشير Fok et al. (1997) إلى وجود علاقة معنوية بين هيكل الملكية وقرار التغطية من جانب المنشأة حيث أن هناك علاقة سالبة بين نسبة الملكية وقرار التغطية، ويمكن تفسير ذلك بأن هناك رغبة من جانب الملاك لتحمل درجات عالية من المخاطر وذلك من أجل تحقيق مستويات عالية من العائد وأن أنشطة التغطية تقلل من المخاطر وبالتالي من العائد [١١].

وهناك بعد آخر يرتبط بهيكل الملكية وهو مدى تواجد الملكية ذات الشكل المؤسسي Institutional Ownership ، وفي هذا الصدد يشير Moyer et al. (1989) إلى أن وجود هذا النمط من الملكية يفرض على الإدارة ضغوطاً رقابية أكبر ويحد من سلوكها

الانتهازي الأمر الذي يدفع الإدارة نحو ضرورة القيام بالأنشطة التي تعزز من القيمة بشكل أكبر ومن بينها نشاط التغطية، وبالتالي فإنه يمكن القول إن وجود الملكية ذات الشكل المؤسسي يرتبط إيجابياً باحتمال قيام المنشأة بأنشطة التغطية [٢٠].

وبالنسبة إلى ظروف السوق يشير Berkman et al.(2002) إلى أنه في ظل الأسواق الكاملة تكون قيمة المنشأة مستقلة عن سياستها في التغطية، وبالتالي تعتبر التغطية غير مجدية في مثل هذه الأسواق، ونظراً لغياب الشروط الخاصة بالأسواق الكاملة وعمل المنشآت في أسواق واقعية فإن سياسة التغطية سوف يكون لها تأثير على قيمة المنشأة مما يدفع الإدارة إلى القيام بهذا النشاط [٣].

ويرى Myers (1977) أن المنشأة التي لا تقوم بالتغطية يمكن أن تواجه احتمال الدخول في مشروعات غير مربحة وهذا ما يعرف بمشكلة تخفيض الاستثمار Underinvestment الأمر الذي يترتب عليه زيادة تكاليف العسر المالي، وبالتالي يتوافر دافع نحو القيام بعملية التغطية من أجل تقليل تشوهات الاستثمار خاصة وأنه في ظل الأسواق غير الكاملة ترتفع تكلفة الحصول على التمويل الخارجي [٢١].

ويذكر الجزيري (٢٠٠١) أن اختلاف تكلفة مصادر التمويل وبالتالي اختلاف تكلفة التغطية يعود إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات بالإضافة إلى مشكلة التعاقدات المالية Financial Contracting. وبافتراض ثبات جميع العوامل الأخرى فإنه يمكن القول أنه كلما زادت صعوبة الحصول على تمويل من مصادر خارجية زادت تكاليف انخفاض التدفقات النقدية وبالتالي سوف ترتفع القيمة التي تقدمها عمليات التغطية [١].

ويرتبط بظروف السوق عامل هام آخر وهو تصنيف درجة الدين Credit Rating حيث تشير الدراسات التطبيقية إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين قرار التغطية وتصنيف درجة الدين حيث وجد أن المنشآت ذات الديون غير المصنفة تقوم بالتغطية بنسبة أكبر مقارنة بالمنشآت ذات الديون المصنفة، ويفسر الجزيري (٢٠٠١) ذلك بأن المنشأة ذات السندات المصنفة لدى منشآت الوساطة المالية- أي التي لها ترتيب يوضح درجة جودتها- تتمتع بمركز مالي قوي من وجهة نظر السوق الأمر الذي يدعم من قوتها التفاوضية عند التعاقد على مصادر التمويل الخارجية وبالتالي الحصول على أسعار أفضل،

أما المنشآت ذات الديون غير المصنفة فإنها تقوم بعمليات التغطيــة لتخفــيض تكــاليف التعاقدات المالية [١].

ومن واقع العرض السابق للإطار النظري ونتائج الدراسات السابقة يمكن اســتنتاج ما يلي:

١- ساهمت عمليات الهندسة المالية في تقديم أدوات مالية مبتكرة، تطوير أساليب ماليــة مستحدثة مع تقديم حلول مبتكرة لمواجهة المشاكل التمويلية، وأن هناك مجموعة من العوامل الدافعة لظهور عمليات الابتكار المالي.

٢- تعد المشتقات المالية صورة من صور الأدوات المالية المبتكرة، وقــد ظهــرت هــذه المشتقات لإشباع حاجات لا تقدمها الأدوات المالية التقليدية والتي يــتم تــداولها فــي أسواق رأس المال الفورية.

٣- تسعى المنشأة إلى تقليل المخاطر بقدر الإمكان وهو ما يعرف بنشــاط التغطيــة، وان هذه التغطية يمكن أن تتحقق من خلال أنشطة تظهر بالميزانية أو من خلال أدوات من خارج الميزانية، وتأتي المشتقات المالية في مقدمة الأدوات من خارج الميزانية.

٤- أكدت الدراسات التطبيقية أن نشاط التغطية يمكن أن يزيد من قيمة المنشأة وذلك من خلال تخفيض تكاليف التمويل والذي يتحقق عن طريق تقليل الضرائب المتوقعة، تقليل التكاليف المرتبطة بالعسر المالي، وتقليل التكاليف المرتبطة بالتمويل الخارجي.

٥- تناولت الدراسات التطبيقية مجموعة من العوامل وعلاقتها بقرار التغطية، وقد تمثلت هذه العوامل – بالإضافة إلى الضرائب والعسر المالي والتمويل الخارجي- في كل من بدائل التغطية الأخرى، دوافع الإدارة، سياسات الإدارة، هيكل الملكية، وظروف السوق. وقد توصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة من نوع ما بين متغيرات معبرة عن هــذه العوامل وقرار التغطية من جانب المنشأة.

مشكلة الدراسة:

لقد شهدت أسواق المشتقات المالية نمواً سريعاً خلال العقود الماضية خاصة مع بداية عقد التسعينيات من القرن الماضي، وقد شجع هذا التطور أطرافاً عديدة على الدخول في هذه الأسواق ويأتي في مقدمتها المنشآت التي دخلت هذه الأسواق وشاركت فيها بشكل إيجابي إما في صورة وسطاء ماليين أو مستخدمين نهائيين أو الاثنين معاً، وقد استخدمت المنشآت المشتقات المالية على نطاق واسع في مجال تغطية المحافظة الاستثمارية بالإضافة إلى تحقيق دخل إضافي.

ومن خلال ما سبق عرضه في الإطار النظري والدراسات السابقة وذلك فيما يتعلق بقرار استخدام المشتقات المالية خاصة في مجال التغطية والعوامل المؤثرة على هذا القرار فإنه يمكن صياغة مشكلة الدراسة على النحو التالي:

ما هي العوامل المؤثرة على قرار تبني دخول المشتقات المالية إلى سوق الأسهم السعودي؟

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بصفة رئيسة إلى التعرف على ما يلي:

١- طبيعة العلاقة بين متغيرات العسر المالي وقرار تبني استخدام المشتقات المالية.

٢- طبيعة العلاقة بين فرص الاستثمار المتوقعة وقرار استخدام المشتقات المالية.

٣- طبيعة العلاقة بين موقف السيولة وقرار تبني استخدام المشتقات المالية.

٤- طبيعة العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح وقرار تبني استخدام المشتقات المالية.

وقد اختار الباحث- وبناءً على الدراسات السابقة- درجة الرفع المالي، وحجم المنشآت للتعبير عن حالة العسر المالي، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للتعبير عن فرص الاستثمار المتوقعة، ونسبة التداول للتعبير عن موقف السيولة، ونسبة التوزيعات النقدية للتعبير عن سياسة توزيعات الأرباح بالمنشأة.

أهمية الدراسة:

١- على المستوى النظري، الاستفادة من العوامل المتعلقة بقرار التغطية في دراسة قرار تبني استخدام المشتقات المالية.

٢- على المستوى العملي، إلقاء الضوء على المتغيرات المؤثرة على مدى استعداد متخذ القرار بالمنشأة لتبني استخدام المشتقات المالية خاصة وأن الكثير من الدول العربية تسعى إلى إدخال المشتقات المالية في أسواقها.

فروض الدراسة:

من خلال مراجعة الإطار النظري والدراسات السابقة ونتائجها، وبالإضافة إلى مشكلة وأهداف الدراسة السابق تحديدها، فإنه يمكن صياغة الفروض التالية:

١- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة الرفع المالي وقرار تبنى استخدام المشتقات المالية.

٢- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المنشأة وقرار تبنى استخدام المشتقات المالية.

٣- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وقرار تبني استخدام المشتقات المالية.

٤- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة السيولة وقرار تبني استخدام المشتقات المالية.

٥- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التوزيعات النقدية وقرار تبني استخدام المشتقات المالية.

منهجية الدراسة:

يتضمن هذا الجزء بيان مجتمع وعينة الدراسة، طرق جمع البيانات، الأساليب الإحصائية المستخدمة، بالإضافة إلى بيان كيفية قياس المتغيرات.

أ- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة السعودية التي تتداول أسهمها في سوق الأسهم السعودي ما عدا البنوك وشركات التأمين وذلك نظراً للطبيعة الخاصة لها من الناحية المالية، وبالتالي يصل حجم مجتمع الدراسة إلى ٨٦ شركة موزعة على ستة قطاعات وذلك خلال الفترة من ٢٠٠٢- ٢٠٠٧م.

وقد خضعت الشركات للشروط التالية لكي تصبح مفردة في عينة الدراسة:

١- استمرار إدراج الشركة في السوق السعودي خلال فترة الدراسة دون انقطاع يزيد على ستة أشهر.

٢- أن لا يكون قد تم إدماج الشركة خلال فترة الدراسة.

٣- توافر البيانات الكافية لقياس متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة.

٤- بقاء المدير المالي للشركة في منصبه مدة لا تقل عن ثلاث سنوات.

وبتطبيق الشروط السابقة تم التوصل إلى عينة الدراسة والتي بلغ حجمها ٥٠ شركة وتمثل أكثر من ٥٠% من مجتمع الدراسة. ويوجد بملحق الدراسة بيان بأسماء الشركات التي تمثل عينة الدراسة. ويوضح الجدول التالي مجتمع وعينة الدراسة.

جدول رقم (١)

مجتمع وعينة الدراسة

القطـاع	عدد الشركات	حجم العينة	النسبة
قطاع الصناعة	٣٧	٢٠	٥٤%
قطاع الاسمنت	٨	٦	٧٥%
قطاع الخدمات	٢٩	١٦	٥٥%
قطاع الكهرباء	١	١	١٠٠%
قطاع الاتصالات	٢	١	٥٠%
قطاع الزراعة	٩	٦	٦٧%
المجموع	٨٦	٥٠	٥٨%

المصدر: دليل المساهم، الزغيبي والقباني للاستشارات المالية، ٢٠٠٧

ب- طرق جمع البيانات ومصادرها:

اعتمدت الدراسة على البيانات الأولية والبيانات الثانوية، وقد تمثلت البيانات الأولية في سؤال ذي مقياس من خمس درجات موجه إلى المدير المالي في شركات العينة بشأن درجة تبني استخدام المشتقات المالية في السوق السعودي، أما بالنسبة إلى البيانات الثانوية فإنه قد تم تحديدها بناءً على المتغيرات التي تم استخدامها في الدراسات السابقة وعلى ضوء واقع مجتمع وعينة الدراسة، وقد تمثلت هذه البيانات في مجموعة من البيانات المالية اللازمة لحساب بعض المؤشرات المالية والتي تمثلت في:

١- درجة الرفع المالي.
٢- مجموع الأصول للتعبير عن حجم المنشأة.
٣- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.
٤- نسبة التداول للتعبير عن درجة السيولة.
٥- نسبة التوزيعات النقدية.

وقد اعتمد الباحث على إصدار الزغيبي والقباني للاستشارات المالية (٢٠٠٢-٢٠٠٧) للحصول على البيانات الثانوية اللازمة لإتمام الجزء التطبيقي من الدراسة.

ج- الأساليب الإحصائية:

تمشياً مع معظم الدراسات السابقة التي تناولت قرار التغطية باستخدام المشتقات المالية فإنه تم استخدام الحقيبة الإحصائية SPSS لإجراء التحليل الإحصائي "تحليل التباين المتعدد Multiple Regression Analysis" لاستخراج مصفوفة الارتباط بين المتغيرات واختبار (F) واختبار (t) وقيمة (R^2). وفيما يلي نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة:

$$Y= a + B_1 \times_1 + B_2 \times_2 + B_3 \times_3 + B_4 \times_4 + B_5 \times_5 + e$$

حيث أن:

y	←	**درجة قرار تبني استخدام المشتقات المالية وتتراوح من واحد إلى خمسة.**
a	←	**ثابت النموذج**
$\times_1$	←	**درجة الرفع المالي**
$\times_2$	←	**لوغاريتم مجموع الأصول**
$\times_3$	←	**نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية**
$\times_4$	←	**نسبة التداول**
$\times_5$	←	**نسبة التوزيعات النقدية**
$B_1...B_5$	←	**معاملات نموذج الانحدار**
e	←	**المتغير العشوائي لنموذج الانحدار الخطي**

تحليل النتائج ومناقشتها:

يوضح الجدول التالي رقم (٢) نتائج التحليل الإحصائي للبيانات المتعلقة بالعوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية بالنسبة لعينة الدراسة وذلك باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد من خلال برنامج SPSS.

جدول رقم (٢)

نتائج التحليل الإحصائي لعينة الدراسة

Ind. Var	Coeff	SE	T. Value	P. Value	VIF
$\times_1$	0.350	0.165	2.945	0.004	1.349
$\times_2$	0.276	0.078	4.043	0.000	1.236
$\times_3$	0.015	0.148	0.178	0.907	1.151
$\times_4$	- 0.250	0.180	- 3.67	0.003	1.254
$\times_5$	0.095	0.073	1.398	0.278	1.368

F. Value = 47.318
P. Value = 0.003
R^2 = 0. 581
R^2 = 0. 533

وقبل البدء في تحليل ومناقشة النتائج لا بد هنا من الإشارة إلى ما يسمى بمشكلة الارتباط بين المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار المتعدد **Multicollinearity**. وفي هذه الدراسة تم فحص هذه المشكلة عن طريق معامل تضخم التباين **Variance Inflation Factor (VIF)**؛ وهو يعد من المؤشرات التي تكشف عن مدى وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة، وفي هذا الصدد يشير الجضعي (٢٠٠٥) إلى أنه في حالة الارتباط الخطي المتعدد التام فإن هذا المعامل يتخذ قيمة لا نهائية، وفي حالة غياب الارتباط الخطي المتعدد فإن قيمة هذا المعامل تكون مساوية لواحد صحيح، فإذا تجاوزت قيمة معامل تضخم التباين الرقم (٤) دل ذلك على احتدام مشكلة الارتباط الخطي، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المعامل تسبب ذلك في عدم استقرار قيمة معامل بيتا وذلك من جراء ارتفاع الخطأ المعياري [٢]. وبالنظر إلى قيمة (VIF) في نموذج الانحدار المتعدد والواردة بالجدول رقم (٢) يتبين أنها واحد تقريباً، وهو ما يشير إلى عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة. وفيما يلي استعراض ومناقشة للنتائج الواردة في الجدول رقم (٢):

١- بالنسبة إلى درجة الرفع المالي يتضح أن العلاقة موجبة وذات دلالة إحصائية وذلك عند مستوى معنوية ٥%، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات سابقة والتي توصلت إلى أن المنافع من التغطية تكون أكبر في حالة المنشآت ذات الرافعة المالية الكبيرة أي ذات ديون أكثر في الهيكل المالي. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن المدير المالي يدرك أن ارتفاع درجة الرافعة المالية يعكس احتمال أكبر للعسر المالي وبالتالي احتمال أكبر لتبني استخدام المشتقات المالية في التغطية من أجل تقليل التذبذب في الدخل التشغيلي. ومن ثم فإن هذه النتيجة تؤدي إلى رفض الفرض الأول والذي يرى أنه: "**لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة الرفع وقرار تبني استخدام المشتقات المالية**".

٢- بالنسبة إلى تأثير حجم المنشأة والذي تم قياسه من خلال لوغاريتم مجموع الأصول يتبين أن هناك علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية وذلك عند مستوى معنوية ٥%.

وتتفق هذه النتيجة مع ما سبق وقد أشار إليه Berkman et al. (2002) بأن الرافعة المالية وحجم المنشأة يمثلان المتغيرات التفسيرية الأساسية لاستخدام المشتقات المالية. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن المدير المالي يدرك أن المنشأة كبيرة الحجم وما تملكه من خبرات فنية وبشرية بالإضافة إلى اقتصاديات الحجم كل هذا يجعلها مؤهلة أكثر من المنشأة صغيرة الحجم وذلك بشأن تبني استخدام المشتقات المالية. ومن ثم فإن هذه النتيجة تؤدي إلى رفض الفرض الثاني والذي ينص على: **"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المنشأة وقرار تبني استخدام المشتقات المالية".**

٣- بالنسبة إلى تأثير فرص الاستثمار المتوقعة والتي تم قياسها من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية فقد تبين أن العلاقة موجبة ولكنها غير ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥%، وتختلف هذه النتيجة مع نتائج دراسات سابقة ترى أن المنشأة ذات فرص النمو المتوقعة العالية تجد صعوبة في الحصول على التمويل الخارجي الأمر الذي يدفعها إلى القيام بعملية التغطية من خلال المشتقات. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن هناك احتمال أن لا يجد المدير المالي صعوبة في الحصول على التمويل الخارجي اللازم لعمليات النمو وبالتالي قد لا توجد قيود على عمليات التمويل ومن ثم قد تقل المخاطر وبالتالي يقل احتمال تبني استخدام المشتقات المالية. ومن واقع هذه النتيجة يتم قبول الفرض الثالث والذي ينص على: **"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وقرار تبني استخدام المشتقات المالية".**

٤- بالنسبة إلى تأثير درجة السيولة والتي تم قياسها من خلال نسبة التداول يتضح أن هناك علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية وذلك عند مستوى معنوية ٥%. وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات سابقة والتي ترى أن وجود مستويات عالية من السيولة يترتب عليه انخفاض درجة المخاطر وبالتالي تقل الحاجة إلى التغطية. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن توافر درجة عالية من السيولة يطمئن المدير المالي بشأن توافر القدرة

على سداد الالتزامات المطلوبة في مواعيدها ومن ثم تقل الحاجة إلى تبني استخدام المشتقات المالية. ومن خلال هذه النتيجة فإنه يمكن رفض الفرض الرابع والذي ينص على: **"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة السيولة وقرار تبني استخدام المشتقات المالية".**

٥- بالنسبة إلى العلاقة بين نسبة التوزيعات النقدية وقرار تبني المشتقات المالية تشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة ولكنها غير ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥%، وتختلف هذه النتيجة مع نتائج دراسة Berkman et al. (2002) والتي ترى أن سياسة توزيعات الأرباح التي تطبقها المنشأة تؤثر على قرار التغطية وأن نسبة التوزيعات العالية تزيد من احتمال قيام المنشأة بعملية التغطية لكي تؤكد قدرتها على مقابلة التوزيعات المتوقعة، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن المدير في معظم الشركات السعودية يطبق سياسات متعددة للتوزيعات بخلاف التوزيعات النقدية وذلك مثل توزيعات الأسهم وتجزئة السهم الأمر الذي يقلل من أهمية ودور سياسة التوزيعات النقدية بشأن تبني استخدام المشتقات المالية. ومن واقع هذه النتيجة يمكن قبول الفرض الخامس والذي ينص على: **"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التوزيعات النقدية وقرار تبني استخدام المشتقات المالية".**

٦- تشير قيمة (F) وقيمة P. Value المتعلقة بها إلى أن فرض العدم الذي ينص على أن مجموع معاملات الانحدار مجتمعة تساوي صفراً يمكن رفضه، وأن هناك علاقة انحدارية بين قرار تبني استخدام المشتقات المالية ومجموعة المتغيرات المستقلة وذلك عند مستوى معنوية ٥%، وأن هذه المتغيرات المستقلة تفسر حوالي ٥٣% من التغير في قرار تبني استخدام المشتقات المالية وذلك كما تشير قيمة معامل التحديد المعدل (R^2)، وأنه يمكن القول بوجود مجموعة أخرى من المتغيرات- بخلاف المتغيرات الواردة بالدراسة- والتي يمكن أن تفسر قرار تبني استخدام المشتقات المالية.

الخلاصة والتوصيات:

١- تناولت هذه الدراسة مجموعة من العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية، وقد بدأت الدراسة باستعراض مفهوم الهندسة المالية، ومجالات تطبيقها والتي شملت تقديم أدوات مالية مبتكرة، تطوير أساليب مالية مستحدثة، وتقديم حلول مبتكرة لمواجهة مشاكل تمويلية. وقد أوردت الدراسة مجموعة من العوامل الدافعة لظهور عمليات الابتكار المالي.

٢- أكدت مراجعة الدراسات السابقة على أن نشاط التغطية يمكن أن يزيد من قيمة المنشأة وذلك من خلال تخفيض تكلفة التمويل والذي يتحقق عن طريق تقليل الضرائب المتوقعة، تقليل التكاليف المرتبطة بالعسر المالي، وتقليل تكاليف الوكالة المرتبطة بالتمويل الخارجي.

٣- تم اختيار مجموعة من المتغيرات المستقلة لدراسة مدى تأثيرها على قرار تبني استخدام المشتقات المالية، وقد تم هذا الاختيار من واقع الدراسات السابقة بالإضافة إلى ظروف مجتمع وعينة الدراسة، وقد تمثلت هذه المتغيرات في درجة الرفع المالي، مجموع الأصول، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة التداول، ونسبة التوزيعات النقدية.

٤- تم تطبيق أسلوب الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين مجموعة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع والذي تمثل في درجة تبني استخدام المشتقات المالية، وقد أيدت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من درجة الرفع المالي، مجموع الأصول، ونسبة التداول وقرار تبني استخدام المشتقات المالية، بينما لم تؤيد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بالنسبة لباقي المتغيرات المستقلة.

٥- أشارت نتائج نموذج الانحدار المتعدد إلى أن القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة الواردة في النموذج تمثل ٥٣% من التغيير في قرار تبني استخدام المشتقات، وهذا يشير إلى أن هناك مجموعة متغيرات أخرى- بخلاف المتغيرات المستقلة الواردة

بالدراسة– والتي يمكن أن تساهم في إعطاء المزيد بشأن تفسير قرار تبني استخدام المشتقات المالية.

٦- في إطار نتائج هذه الدراسة يقدم الباحث مجموعة التوصيات الآتية:

أ – إجراء دراسات مماثلة تتناول مجموعة متغيرات مستقلة أخرى لدراسة مدى تأثيرها على قرار تبني استخدام المشتقات المالية، ومن أمثلة هذه المتغيرات ما يتعلق بالخصائص الشخصية للمدير المالي (درجة ونوع التعليم- الخبرة العملية- مستوى الدخل...).

ب- الاهتمام بتدريس مقررات مستقلة عن المشتقات المالية في كليات إدارة الأعمال سواء على مستوى مرحلة البكالوريوس أو الدراسات العليا لتخريج أفراد لديهم المعرفة والقدرة على التعامل مع المشتقات المالية.

ج- البدء في إعداد كوادر مؤهلة في المؤسسات المالية المختلفة (بنوك- شركات تأمين- ...) للتعامل مع المشتقات المالية خاصة وان هناك العديد من الأسواق العربية تسعى جيداً نحو إدخال المشتقات المالية في أسواقها.

المـــــراجع

أولاً- المراجع العربية

١- الجزيري، خيري علي (٢٠٠١)، "الهندسة المالية وارتباطها بإعادة التنظيم وإعادة الهيكلة ورسم إستراتيجية الاستثمار"، **دراسات في التمويل والاستثمار: سوق المال المصري بين النظرية والتطبيق**، (مكان النشر والناشر غير مبين).

٢- الجضعي، خالد بن سعد (٢٠٠٥)، **تقنيات صنع القرار: تطبيقات حاسوبية**، (الرياض: دار الأصحاب).

ثانياً- المراجع الأجنبية:

3- Berkman, Henk, Michael E. Bradbury, Phil Hancock and Clare Innes (2002), "Derivative financial Instrument use in Australia", **Accounting and Finance 42.**

4- Bessembinder, H. (1991), "Forward contracts and firm Value: investment incentive and contracting effects" **Journal of Financial and Quantitative Analysis (December).**

5- Black, F. and M. Scholes (1974), "From theory to a new financial Product", **The Journal of Finance (May).**

6- Block, S. B. and T. J. Gallagher (1986), "The use of interest rate futures and options by corporate financial managers", **Financial Management (15).**

7- De Marzo, P. M. and D. Duffie (1995), "Corporate incentives for hedging and hedge accounting", **Review of Financial Studies (3).**

8- Finnerty, J. D. (1985), "Zero coupon bond arbitrage: An illustration of the regulatory dialectic at work", **Financial Management, (Winter).**

9- Finnerty. J. D. (1987), "An analytical framework for evaluating Securities innovations", **Journal of Corporate Finance, (Winter).**

10- Finnerty, J. D. (1988), "Financial engineering in corporate finance: An overview", **Financial Management, (Winter).**

11- Fok, Robert C. W., Carolyn Carroll, and Ming C. Chiou (1997), "Determinants of corporate hedging and derivatives: A Revisit", **Journal of Economics and Business, (November/ December).**

12- Froot, K. A., D. S. Scharfstein, and J. C. Stein (1993), "Risk Management: coordinating corporate investment and financing Policies", **Journal of Finance (December).**

13- Geczy, C., B. A. Minton and C. Schrand (1997), "Why firms use currency derivatives", Journal **of Finance (September).**

14- Haushalter, D. G. (2000), "Financing Policy, basis risk, and corporate hedging: Evidence from oil and gas producers", **Journal of Finance 55 (1)**

15- Hogan, M. B and Clifford Rossi (1997), "The characteristics of derivatives users: An analysis of the thrift industry", Journal of **Economics and Business (49).**

16- Lewent, J. C. and A. J. Kearney (1990), "Identifying, measuring and hedging currency risk at Merck", **Journal of Applied Corporate Finance (2).**

17- Main, S. (1996), "Evidence on Corporate hedging Policy", **Journal of Financial and Quantitative Analysis (31).**

18- Mayers, D. and C. W. Smith (1982), "On the Corporate demand for insurance", **Journal of Business (55).**

19- Miller, M. H. (1986), "Financial innovation: The last twenty years and the next", Journal of Financial and **Quantitative Analysis, (December).**

20- Moyer, R. C., R. E. Chatfield, and P. M Sisneros (1989), "Security analyst monitoring activity: Agency Costs and information demands", **Journal of Financial and Quantitative Analysis (24).**

21- Myers, S. C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", **Journal of Financial Economics (5).**

22- Nance, R. Deana, Clifford W. Smith, Jr. and Charles W. Smithson, (1993) "On the Determinants of corporate hedging", **The Journal of Finance (March).**

23-Petersen, Mitchell and S. Ramu Thiagarajan (2000). "Risk measurement and hedging: With and without derivatives", **Financial Management (Winter).**

24- Rawls, S. W., and Smithson, C. W. (1989/1990), "Strategic risk management", **Journal of Applied Corporate Finance** (4:6).

25- Samant, A. (1996), "An Empirical study of interest rate swap usage by non-financial Corporate business", **Journal of Financial Services Research (10).**

26- Shefrin, Hersh, and Meir Statman (1993), "Behavioral aspects of the design and marketing of financial products", **Financial Management (Summer).**

27- Silber, W. L. (1983), "The process of financial innovation", American Economic Review (May).

28- Smith, C. W., and R. M. Stulz (1985), The determinants of firms' hedging Policies", **Journal of Financial and Quantitative Analysis (December).**

29- Stulz, R. M. (1984), "Optimal hedging Policies", **Journal of Financial and Quantitative Analysis (June).**

30- Tufano, P. (1996), "Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry**", the Journal of Finance (September).**

31- Van Horne, J. C. (1985), "Of financial innovations and excesses", The Journal of Finance (July).

32- Zimmerman, J. L. (1983), "Taxes and firm Size", **Journal of Accounting and Economics (5).**

ملاحق الدراسة

ملحق رقم (١)

أسماء الشركات مفردات عينة الدراسة

م	اسم الشركة
١.	الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك).
٢.	شركة الخزف السعودية.
٣.	مجموعة صافولا.
٤.	شركة التصنيع الوطنية.
٥.	الشركة السعودية للصناعات الدوائية (الدوائية).
٦.	شركة الغاز والتصنيع الأهلية (غازكو).
٧.	شركة الجبس الأهلية.
٨.	الشركة السعودية للتنمية الصناعية (صدق).
٩.	شركة أميانتيت العربية السعودية.
١٠.	شركة تصنيع مواد التعبئة والتغليف (فيبكو).
١١.	الشركة السعودية للخدمات الصناعية (سيسكو).
١٢.	الشركة العربية للأنابيب.
١٣.	الشركة الوطنية لتصنيع وسبك المعادن (معدنية).
١٤.	الشركة السعودية الكيميائية.
١٥.	شركة الزامل للاستثمار الصناعي.
١٦.	شركة الصحراء للبتروكيماويات.
١٧.	الشركة السعودية لمنتجات الألبان والأغذية (سدافكو).
١٨.	شركة المراعي.
١٩.	شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات (ينساب).
٢٠.	الشركة السعودية العالمية للبروكيماويات(سبكيم).
٢١.	شركة الاسمنت العربية.
٢٢.	شركة اسمنت اليمامة السعودية.
٢٣.	شركة الاسمنت السعودية.

٢٤.	شركة اسمنت المنطقة الجنوبية.
٢٥.	شركة اسمنت ينبع.
٢٦.	شركة اسمنت المنطقة الشرقية.
٢٧.	الشركة السعودية للفنادق والمناطق السياحية.
٢٨.	الشركة العقارية السعودية.
٢٩.	الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري.
٣٠.	الشركة السعودية للنقل الجماعي (سابتكو).
٣١.	الشركة السعودية لخدمات السيارات (ساسكو).
٣٢.	شركة تهامة للإعلان والعلاقات العامة.
٣٣.	شركة عسير.
٣٤.	شركة طيبة القابضة.
٣٥.	شركة مكة للإنشاء والتعمير.
٣٦.	الشركة السعودية للنقل البري (مبرد).
٣٧.	شركة الرياض للتعمير.
٣٨.	الشركة الوطنية للتسويق الزراعي (ثمار).
٣٩.	شركة جرير للتسويق.
٤٠.	المجموعة السعودية للأبحاث والتسويق.
٤١.	شركة البحر الأحمر لخدمات الإسكان.
٤٢.	شركة الحكير.
٤٣.	الشركة السعودية للكهرباء.
٤٤.	شركة الاتصالات السعودية.
٤٥.	الشركة الوطنية للتنمية الزراعية (نادك).
٤٦.	شركة القصيم الزراعية (جاكو).
٤٧.	شركة حائل للتنمية الزراعية (هادكو).
٤٨.	شركة تبوك للتنمية الزراعية (تادكو).
٤٩.	الشركة السعودية للأسماك.
٥٠.	شركة الجوف للتنمية الزراعية (جادكو).